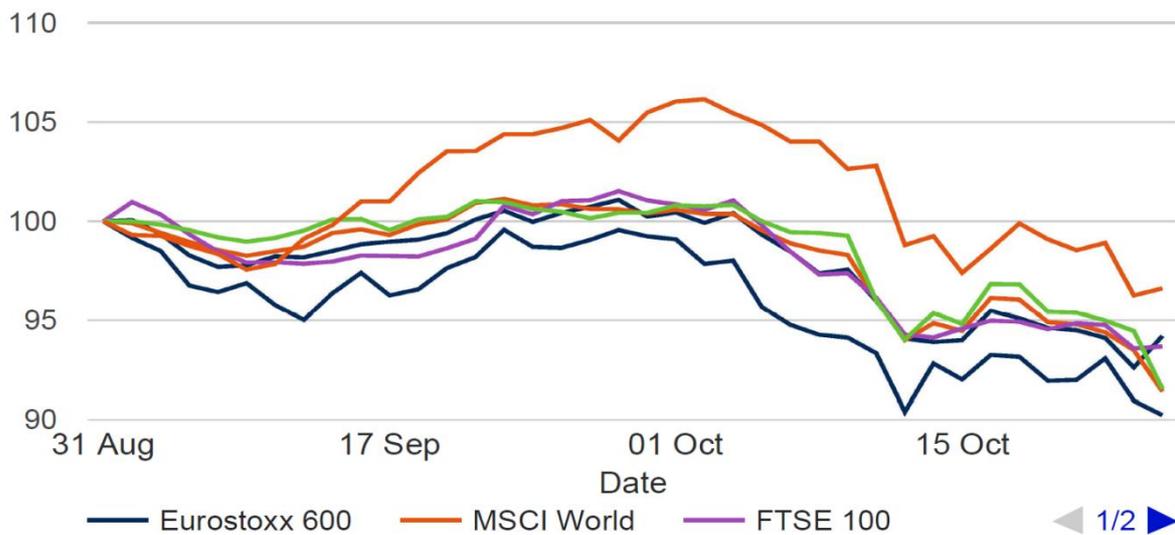


¿CORRECCIÓN O CAMBIO DE TENDENCIA?

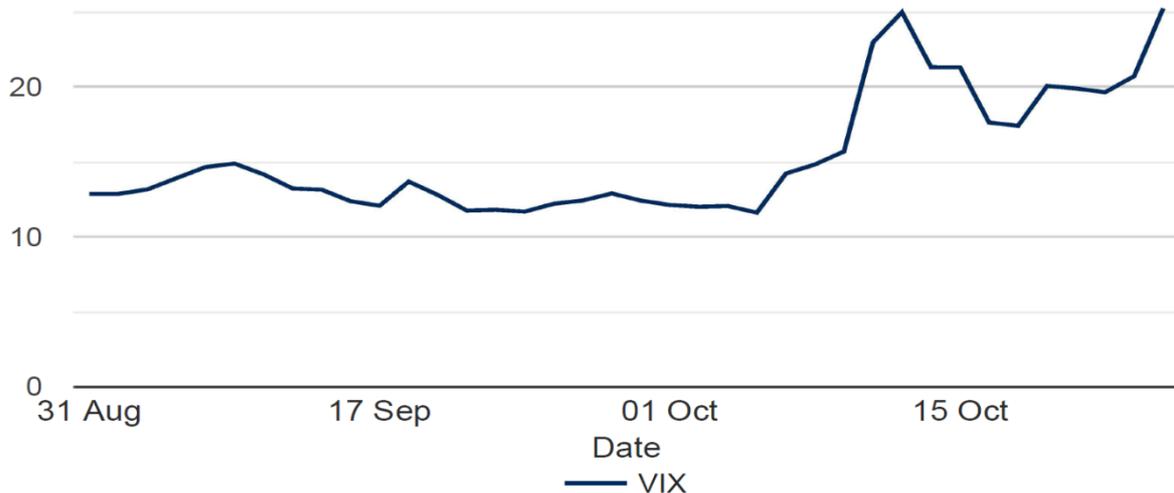


Desde finales de Septiembre, hemos asistido a unas semanas de caídas generalizadas en los mercados de renta variable a nivel global. Las preocupaciones e incertidumbres acerca del impacto de las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos, la crisis de las divisas en Argentina y Turquía, los problemas del presupuesto italiano y las consecuencias de unas políticas más tensionadoras por parte de los Bancos Centrales, han sido los motivos principales detrás de estas correcciones en las bolsas mundiales.

Como se puede ver en el gráfico, desde el 31 de Agosto,



De igual modo, el índice VIX, conocido como el termómetro de la volatilidad del mercado y de la aversión al riesgo, ha marcado máximos de este año, tocando los 25,2p, su nivel más alto desde el pasado 6 de Febrero. Cuanto más elevado es el nivel del VIX, mayor probabilidad de que se produzcan movimientos en los mercados en los próximos 30 días.



Ante esta situación, que ha provocado que a cierre de Octubre la mayor parte de los índices de renta variable estén recogiendo caídas de doble dígito en lo que llevamos de 2018, cabe hacerse dos preguntas: 1) ¿Qué hay detrás de este comportamiento negativo? y 2) ¿Estamos ante una corrección o un cambio de tendencia?

Tratando de responder a la primera de las preguntas, son varios los motivos que se han venido utilizando en las últimas semanas como justificación de las caídas del mercado.

1. Temor a una recesión económica: en las últimas semanas hemos visto cómo diversos organismos (OCDE, FMI, BCE,...) han venido rebajando estimaciones de crecimiento económico a nivel global, debido a las crecientes tensiones comerciales, a la desaceleración en algunas economías emergentes y a la incertidumbre política.
2. Tensiones comerciales a nivel global: Si bien Estados Unidos ha llegado a un nuevo acuerdo con México y Canadá (NAFTA 2.0), las tensiones y declaraciones cruzadas de nuevos aranceles se mantienen entre la Administración Trump y el gobierno chino. Se espera que en el marco de las reuniones del G-20 de finales de Noviembre, se pueda avanzar en este sentido y se disipen incertidumbres.
3. Crisis en los países emergentes: Si bien el foco está en países con elevados niveles de deuda y déficit por cuenta corriente, como Argentina, Turquía y Sudáfrica; puede haber un riesgo de contagio y de mayor debilidad de otras economías en desarrollo, en un contexto de ralentización económica y de mayor fortaleza del dólar.
4. Endurecimiento de la política monetaria: La Reserva Federal americana está en claro proceso de subidas de tipos de interés. En 2018, ha llevado a cabo tres subidas de tipos y se espera una nueva en Diciembre. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE), ha venido disminuyendo el volumen mensual del programa de compra de deuda y finalizará el mismo en Diciembre.
5. Incertidumbre política en Europa: Las dudas acerca de presupuesto italiano y su impacto en la deuda del país trasalpino; el estancamiento de las negociaciones del Brexit; el avance de opciones políticas populistas en Alemania,...

Identificadas las causas del mal comportamiento de los mercados de renta variable en general, podemos ir a la segunda de las cuestiones que planteábamos al principio acerca de si estamos ante una corrección o un cambio de tendencia. Nuestro escenario central se sigue sustentando en que nos encontramos en una fase más madura del ciclo económico, en la que estamos viendo una ligera desaceleración a nivel global desde las tasas máximas de crecimiento marcadas a finales del año pasado, lo que lleva a que nos encontremos en una situación de crecimiento menos sincronizado, donde se están apreciando diferencias entre las distintas áreas geográficas. A ello se une, que debido a las alzas de los precios de algunas materias primas (principalmente el petróleo) y a las subidas de salarios en algunas economías, los niveles de inflación están repuntando de forma moderada. Debido a ello, los Bancos Centrales, principalmente la Reserva Federal y el BCE, están en una fase de endurecimiento de su política monetaria. Así la Reserva Federal ha situado los tipos de referencia en Estados Unidos en el rango del 2-2,25% y se espera que finalicen 2018 en el 2,25-2,5%. Para 2019, se descuentan otras tres subidas de 25pb cada una, lo que llevaría los tipos al 3-3,25%. Todavía en niveles muy razonables, para una economía que se espera crezca el año que viene a una tasa del 2,5%, con una inflación subyacente en el entorno del 2%. Por lo que los tipos de interés reales en Estados Unidos aun estarían por debajo

del 1,5%. Por su parte, también está en fase de retirada de estímulos monetarios, inyectando de forma progresiva menos liquidez en la economía, pero no se anticipan subidas del tipo de referencia hasta final de 2019. Todo ello, nos lleva a encontrarnos en un escenario de políticas monetarias todavía relativamente acomodaticias, con los Bancos Centrales ofreciendo unas guías y previsiones muy claras, para que los diferentes agentes económicos vayan adaptando progresivamente sus expectativas.

A este escenario macroeconómico, se une que por la parte micro, 2018 debería cerrar como el segundo año consecutivo de crecimiento de beneficios empresariales, +16% a nivel mundial, muy impulsado por el mercado estadounidense a raíz de los estímulos fiscales de la Administración Trump. Y para 2019, el consenso espera un crecimiento de beneficios a nivel global (MSCI World) del 9,5%. Si bien esta cifra estaría por debajo de la del año anterior, sería muy correcta para una fase madura del ciclo económico.

Y a todo ello habría que añadir, las valoraciones a nivel fundamental. Tras las últimas correcciones, el mercado europeo y el mercado americano, están cotizando a 12,7x y 15,5x, respectivamente, por debajo de sus medias históricas. Por lo que, ofrecen un perfil de rentabilidad-riesgo atractivo en estos niveles.

Debido a todo ello, creemos que estas caídas en los mercados de renta variable, nos ofrecen una ventana de oportunidad para añadir riesgo en las carteras en las que haya margen para aumentar exposición a renta variable; teniendo en cuenta, que pensamos que a medio plazo el mercado volverá de nuevo a cotizar los buenos fundamentales de la economía y las empresas.

Nosotros como inversores profesionales y gestores de carteras, con un claro enfoque de preservación de capital y con un horizonte de medio-largo plazo, no nos podemos dejar llevar en nuestra toma de decisiones por el "ruido" que puedan generar todos los eventos de carácter geopolítico. Antes bien, tenemos que llevar a cabo un análisis adecuado y pormenorizado de cada uno, estudiando si alguno de ellos supone un cambio estructural que afecte a nuestras ideas de inversión. Y en función de eso, tomar las decisiones oportunas, siendo fieles en todo momento a nuestra filosofía y modelo de inversión, que nos lleva a la obtención de resultados consistentes a lo largo del tiempo.



Raquel Blázquez Alonso
EFP y EMBA IESE
Gestión Inversiones Banca Privada